



产能释放适逢下游高景气，14年步入高速增长轨道

2014. 6. 13

强烈推荐(首次)

姚玮(首席分析师)	姬浩(助理研究员)	苏培海(助理研究员)
电话: 020-88836125	020-88831169	020-88836116
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn	jih_a@gzgzhs.com.cn	suph@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512110002		

现价:	6.83
目标价:	9.00
股价空间:	32%

电力设备与新能源

投资要点:

● **有别于市场的观点:公司是国内绝缘材料、功能高分子材料领先制造商, 受益光伏、特高压等下游市场需求爆发, 以及公司多个募投项目到达集中投产期, 未来三年公司业绩有望实现持续快速增长。**

● **聚酯薄膜产能释放, 充分受益光伏市场需求高速增长。**去年三季度公司2万吨特种聚酯薄膜新线募投项目试车投产。受益国内光伏市场复苏, 13年公司光伏电池背板基膜销量同比增长50%, 国内市场份额约30%。目前公司光伏电池背板基膜理论产能约3.2-3.3万吨/年, 已签14年年度合同累计超2万吨, 与其他背板厂商的合同也在陆续签订中。2014年全球市场光伏电池背板基膜需求量约13.8万吨, 国内市场需求量4.2万吨。公司产能释放+新线成本下降将大幅拉动今年聚酯薄膜业绩增长。

● **特高压建设提速有望拉动聚丙烯膜、大尺寸结构超预期。**今年以来国家加速推动特高压线路建设, 12条治雾霾电力外输通道(包括4交5直特高压线路)已一次性批复“小路条”, 总投资超过2000亿元。去年10月, 公司募投项目“年产3500吨电容器用聚丙烯薄膜技改项目”已试车投产, 年产2000吨电容器用超薄型聚丙烯薄膜项目最快将于今年下半年试车。主要用于高压/特高压直流输电换流阀以及柔性直流输电换流阀的大尺寸结构件已有60%产能投产, 毛利率30%。随着特高压线路陆续核准开工, 公司电容器聚丙烯膜、大尺寸结构件产能的陆续释放将保障未来三年这两块业务的持续快速增长。

● **无卤阻燃聚酯树脂打开军品市场, 光学膜保障明年业绩增长。**公司通过收购天津中纺凯泰将其打造成为军品生产服务平台, 并通过与解放军总后军需装备研究所合作, 加快公司募投项目产品无卤阻燃共聚酯树脂在军品业务领域应用。目前该领域材料基本依赖进口, 取代空间巨大, 公司计划下半年新上一条中试线, 技术成型后, 将继续扩大生产规模。另外, 公司年产2万吨光学级聚酯基膜项目, 预计15年初将试车投产。该项目的产品全部为各种特殊用途的光学级聚酯基膜, 目前基本被国外厂商垄断, 全球年需求量在30万吨以上, 进口替代空间巨大。其售价约3万元/吨, 毛利率在30%以上。预计该项目投产后, 将成为公司15-16年业绩重要增长点。

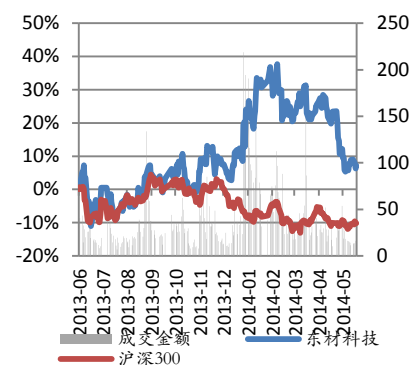
● **盈利预测与估值:**预计公司14-16年EPS分别为0.28、0.38、0.46元, 对应25、18、15倍PE。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示:**行业竞争加剧风险, 光伏市场需求、特高压建设不达预期风险, 募投项目进展不达预期风险。

主要财务指标:

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1091.22	1679.20	2279.34	2702.16
同比(%)	5.10%	53.88%	35.74%	18.55%
归属母公司净利润	67.56	169.54	232.02	281.82
同比(%)	-49.65%	150.94%	36.85%	21.46%
ROE(%)	3.17%	7.86%	10.33%	11.92%
每股收益(元)	0.11	0.28	0.38	0.46
P/E	59.07	24.81	18.13	14.92
P/B	1.91	1.91	1.85	1.73
EV/EBITDA	30.61	13.00	10.42	8.66

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
东材科技	-1.3	-12.1	0.4
电力设备	4.2	-4.4	3.8
沪深300	0.1	2.5	-9.6

基本资料

总市值(亿元)	42.056
总股本(亿股)	6.158
流通股比例	100%
资产负债率	14%
大股东	广州高金技术产业集团有限公司
大股东持股比例	38%

相关报告

-



目录

1. 聚酯薄膜产能释放，充分受益光伏市场需求高增长.....	3
2. 特高压建设提速有望拉动聚丙烯膜、大尺寸结构超预期.....	4
3. 无卤阻燃聚酯树脂打开军品市场，光学膜保障明后年业绩增长.....	6
4. 盈利预测与估值.....	6
5. 风险提示.....	6

图表目录

图表 1 公司近五年营收及同比增长率情况.....	3
图表 2 2013 年电工聚酯薄膜收入占比约 43%.....	3
图表 3 中、日两国市场贡献 2013 年全球光伏需求主要增量（单位：MW）.....	3
图表 4 光伏累积并网装机年复合增速 38%.....	4
图表 5 分布式光伏累积并网装机年复合增速 83%.....	4
图表 6 12 条电力外输通道中特高压交直流线路基本情况.....	5

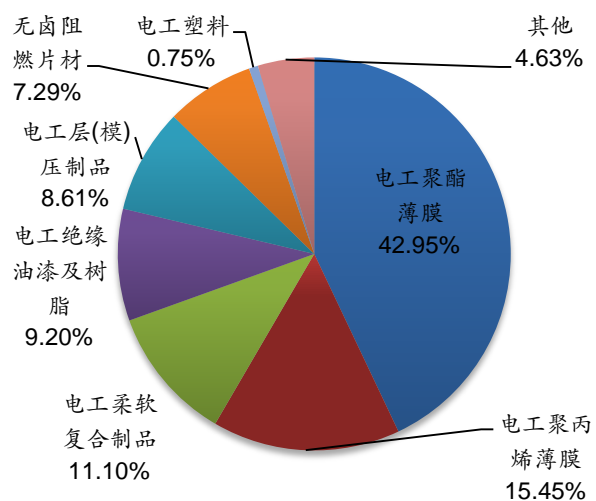
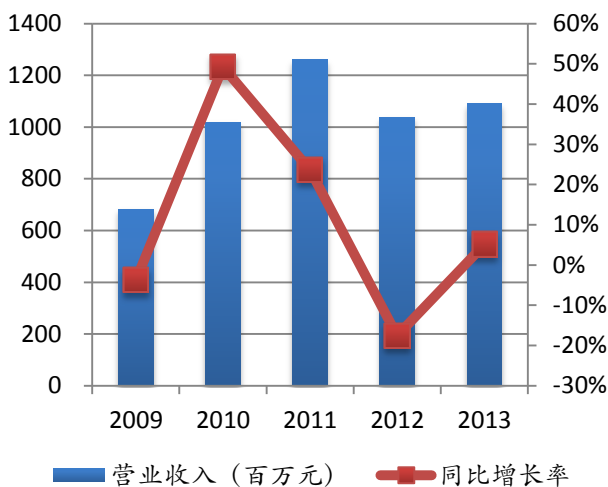


1. 聚酯薄膜产能释放，充分受益光伏市场需求高增长

电工聚酯薄膜是公司的主要产品，占公司2013年收入比重约43%。去年三季度公司2万吨特种聚酯薄膜新线募投项目试车投产，订单迅速饱和。受益国内光伏市场复苏，13年公司光伏电池背板基膜销量同比增长50%，国内市场份额约30%。目前公司光伏电池背板基膜理论产能约3.2-3.3万吨/年，截至去年底，公司与7家国内外知名中高端背板厂商签订2014年年度合同累计已超过2万吨，与其他背板厂商的合同也在陆续签订中。我们预计今年公司光伏电池背板基膜销量同比实现翻倍增长。

图表 1 公司近五年营收及同比增长率情况

图表 2 2013 年电工聚酯薄膜收入占比约 43%

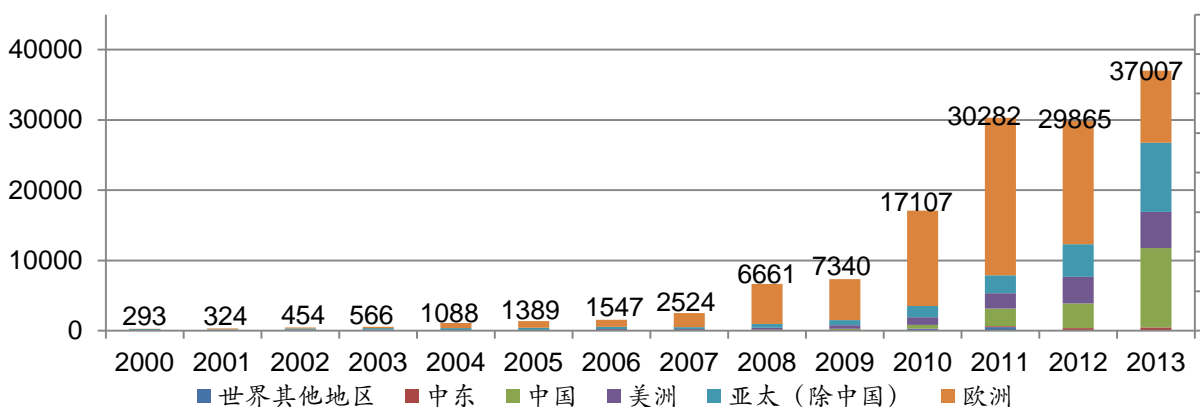


资料来源：WIND，广证恒生

资料来源：WIND，广证恒生

根据EPIA统计，2013年，全球光伏市场新增装机容量达37GW，同比增长23.9%；累积装机容量达136.7GW，同比增长37.1%。其中，中国、日本新增装机容量分别达到11.3GW和6.9GW，成为2013年全球前两大光伏需求市场，合计占到全球总需求的49%。主要得益于中国去年出台的一系列扶持政策刺激内需市场爆发，以及日本慷慨的高额光伏上网电价补贴等。欧洲市场2013年新增光伏装机容量约10.3GW，同比下降41.5%，占全球比重也从2010年的79.6%下降至27.7%。

图表 3 中、日两国市场贡献 2013 年全球光伏需求主要增量 (单位：MW)



资料来源：EPIA，广证恒生

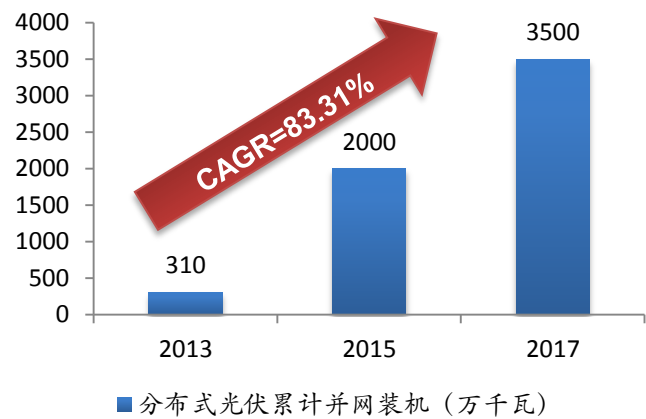
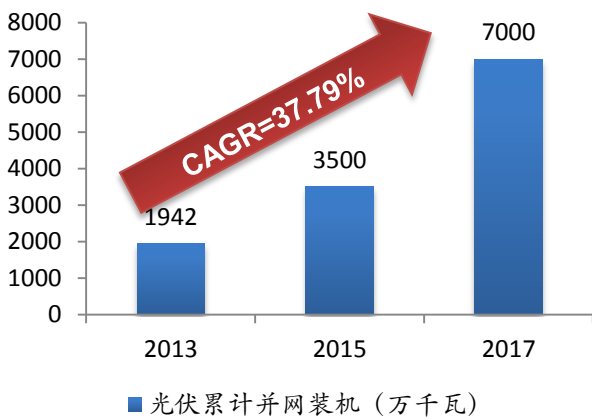


年初国家能源工作会议确定了14年光伏新增规模目标14GW，同比增长超20%。今年5月，国家发改委、能源局和环保部三部委联合发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》提出到2017年，光伏发电装机容量分别达到7000万千瓦，2014-2017年光伏累积装机年复合增速将达37.79%。其中分布式光伏装机要达到3500万千瓦，累积装机年复合增速将达83.31%。

从全球新增需求来看，2014年全球光伏市场新增装机量有望达到46GW，同比增长24%，预计未来五年将保持年均两位数以上的增速。按照每GW装机量需求3000吨聚酯薄膜计算，2014年全球市场光伏电池背板基膜需求量约13.8万吨，国内市场需求量4.2万吨。公司产能释放+新线成本下降将大幅拉动今年聚酯薄膜业绩增长。

图表 4 光伏累积并网装机年复合增速 38%

图表 5 分布式光伏累积并网装机年复合增速 83%



资料来源：发改委，广证恒生

资料来源：发改委，广证恒生

2. 特高压建设提速有望拉动聚丙烯膜、大尺寸结构超预期

今年5月，国家发展改革委、国家能源局和环境保护部三部委联合发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》明确提出规划建设蒙西~天津南、锡盟~山东等12条电力外输通道，进一步扩大北电南送、西电东送规模。5月下旬，国家能源局下发《关于加快推进大气污染防治行动计划12条重点输电通道建设的通知》，这意味着12条输电通道一次性获得“小路条”开展前期工作。12条输电通道中的特高压线路和此前已获取小路条的特高压线路有所重叠，淮南~南京~上海特高压交流线路已于4月21日正式获国家发改委批复，进入项目建设阶段，5月底已基本完成工程施工招标；锡盟-济南-枣庄特高压交流、宁东-浙江特高压直流此前已经获得开展前期工作的小路条。此外，在12条电力输电通道规划之外还有雅安-武汉特高压交流、酒泉-湖南、准东-华东特高压直流工程已获“小路条”，处于待核准开工状态。



图表 6 12 条电力外输通道中特高压交直流线路基本情况

	线路名称	投资主体	长度(km)	容量	投资(亿元)	预计投运时间
1000kV 特高压交流	蒙西-天津南	国家电网	2X608	10000MW	161	2016
	锡盟-济南	国家电网	2X573	9000MW	200	2017
	榆横-潍坊	国家电网	2X1070	9000MW	300	2017
	淮南-南京-上海	国家电网	2X759	6000MW	268	2017
±800kV 特高压直流	上海庙-山东鲁南	国家电网	1300	7200MW	180	2017
	锡盟-泰州	国家电网	1690	8000MW	264	2017
	山西晋东-江苏	国家电网			250	2017
	宁东-浙江	国家电网	1720	8000MW	237	2016
	丽江-深圳	南方电网	1700	8000MW	170	2017

资料来源：国家能源局，广证恒生

电工聚丙烯膜是公司第二大主营产品，2013 年营收占比约 16%。电工聚丙烯薄膜主要用作电容器介质材料，具有电容量稳定、损耗小、耐电压特性优异、绝缘电阻高、频率特性好、性能稳定、可靠性高等优点。近年来，在电容性能得到保证的前提下，电容器制造商及其下游产品为了降低成本及减小电容体积，逐渐趋向使用更薄的电容薄膜。公司电工聚丙烯膜主要应用于电力电容器和电子电容器。由于下游需求旺盛，公司原有 4800 吨电工聚丙烯膜产能持续超负荷生产。去年 10 月，公司募投项目“年产 3500 吨电容器用聚丙烯薄膜技改项目”已试车投产，年产 2000 吨电容器用超薄型聚丙烯薄膜项目最快也将于今年下半年试车。

另外，公司年产 7200 套大尺寸绝缘结构件募投项目已投产产能 60%，直流输电换流阀用绝缘槽梁、直流输电换流阀用绝缘拉带及加工件，主要用于高压/特高压直流输电换流阀以及柔性直流输电换流阀，毛利率在 30%左右。

由于 12 条输电通道中的 9 条特高压线路以及其他待核准线路规划基本在 2016-2017 年之间投产，总投资超 2000 亿元，考虑到特高压工程的建设周期，我们预计今明两年，每年至少将有 3-4 条特高压交流和直流线路核准开工建设，速度显著加快，对电容器、换流阀等设备需求也将有明显拉动。目前在高压电容器用膜领域公司主要竞争对手来自于国外，相比进口产品，公司产品质量、供货周期、成本控制、市场服务均具有较强优势，占据了特高压电容器用聚丙烯薄膜较高的市场份额。大尺寸结构件目前国内仅有一家可以生产，公司产品将主要供货于中国西电、许继电气等国内特高压直流设备龙头。随着特高压线路陆续核准开工，公司电容器聚丙烯膜、大尺寸结构件产能的陆续释放将保障未来三年这两块业务的持续快速增长。



3. 无卤阻燃聚酯树脂打开军品市场，光学膜保障明后年业绩增长

高性能无卤阻燃共聚聚酯树脂广泛应用于纺织化纤、电子、电器、消防、军工等行业以及交通工具、建筑、酒店内装饰等领域。全球每年阻燃聚酯的需求量在300-500万吨，国内年需求量超过100万吨。去年公司“3万吨永久性无卤阻燃共聚聚酯”项目已投产，公司一方面提高传统民用纤维领域的市场占有率，另一方面通过收购天津中纺凯泰将其打造成为公司军品生产服务的平台，并将通过与中国人民解放军总后勤部军需装备研究所在防弹、个体防护和服用阻燃抗熔融滴聚酯纤维等材料项目上展开全面技术合作，有望加快公司募投项目产品无卤阻燃共聚聚酯树脂在军品业务领域应用。目前该领域材料基本依赖进口，取代空间巨大，公司计划下半年新上一条中试线，技术成型后，将继续扩大生产规模。

2012年，公司投资4.2亿元投资年产2万吨光学级聚酯基膜项目，预计15年初将试车投产。该项目的产品全部为各种特殊用途的光学级聚酯基膜，主要应用于包括反射膜、增透膜/减反射膜、滤光片、扩散膜/片、增亮膜/棱镜片/聚光片、遮光膜/黑白胶、IMD/IML膜结构、ITO导电膜、汽车隔热贴膜、建筑玻璃贴膜以及OLED产品等的制造。目前，市场上的高档光学级聚酯基膜产品基本被日本的东丽、三菱和韩国的SKC等垄断。世界平板显示器行业对光学级聚酯基膜的年需求量在30万吨以上，行业进口替代空间巨大。目前，公司的光学级聚酯基膜订单因产能或设备水平跟不上而流失。光学级聚酯基膜每吨销售价格约3万元，毛利率在30%以上。预计该项目投产后，将成为公司15-16年业绩重要增长点。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司13-15年EPS分别为0.28、0.38、0.46元，对应25、18、15倍PE。考虑到公司多个募投项目陆续投产，破解产能瓶颈，以及光伏、特高压等下游市场需求高景气度，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

- 行业竞争加剧风险；
- 光伏市场需求、特高压建设不达预期风险；
- 募投项目进展不达预期风险。



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1070.17	1528.11	1986.45	2358.26	经营活动现金流	-53.61	158.42	220.81	329.10
现金	323.50	503.76	683.80	810.65	净利润	68.01	170.53	232.84	282.57
应收账款	193.83	285.46	410.28	486.39	折旧摊销	48.31	131.45	166.46	207.48
其它应收款	8.30	17.15	16.01	24.36	财务费用	0.90	12.66	45.97	76.52
预付账款	22.46	73.50	53.13	94.49	投资损失	-3.14	-5.00	-6.00	-7.00
存货	295.48	363.45	448.49	483.80	营运资金变动	-137.45	-152.10	-218.12	-230.41
其他	226.60	284.78	374.74	458.58	其它	-30.25	0.87	-0.35	-0.06
非流动资产	1368.89	1649.54	2077.31	2284.14	投资活动现金流	-339.73	-407.98	-587.88	-407.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	263.72	361.73	399.68	198.53
固定资产	922.28	1163.09	1454.47	1627.04	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	71.45	102.57	133.36	150.06	其他	-76.01	-46.24	-188.20	-208.72
其他	375.16	383.88	489.48	507.04	筹资活动现金流	-94.82	-105.13	-207.82	-180.51
资产总计	2439.06	3177.65	4063.76	4642.39	短期借款	67.49	-30.55	-2.13	11.60
流动负债	285.41	916.67	1730.31	2142.38	长期借款	0.00	5.10	1.31	-0.26
短期借款	122.17	626.56	1379.37	1776.48	其他	-162.31	-79.68	-207.00	-191.86
应付账款	91.24	197.21	208.66	242.90	现金净增加额	-488.15	-354.69	-574.90	-258.66
其他	72.00	92.89	142.28	123.00					
非流动负债	50.26	48.63	52.47	52.77	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	0.00	5.10	6.41	6.16	成长能力				
其他	50.26	43.53	46.06	46.61	营业收入增长率	5.10%	53.88%	35.74%	18.55%
负债合计	335.67	965.30	1782.78	2195.15	营业利润增长率	-43.93%	161.54%	40.01%	21.41%
少数股东权益	9.93	10.91	11.73	12.48	归属于母公司净利润	-49.65%	150.94%	36.85%	21.46%
归属母公司股东权益	2093.47	2201.43	2269.25	2434.76	获利能力				
负债和股东权益	2439.06	3177.65	4063.76	4642.39	毛利率	20.37%	22.70%	24.32%	25.40%
					净利率	6.23%	10.16%	10.22%	10.46%
					ROE	3.17%	7.86%	10.33%	11.92%
					ROIC	2.91%	6.23%	7.29%	8.10%
					偿债能力				
					资产负债率	13.76%	30.38%	43.87%	47.28%
					净负债比率	5.81%	28.61%	60.84%	72.94%
					流动比率	3.75	1.67	1.15	1.10
					速动比率	2.71	1.27	0.89	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.60	0.63	0.62
					应收账款周转率	0.18	0.17	0.18	0.18
					应付账款周转率	9.28	9.00	8.50	8.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.28	0.38	0.46
					每股经营现金流(最)	-0.09	0.26	0.36	0.53
					每股净资产(最新摊)	3.42	3.59	3.70	3.97
					估值比率				
					P/E	59.07	24.81	18.13	14.92
					P/B	1.91	1.91	1.85	1.73
					EV/EBITDA	30.61	13.00	10.42	8.66
利润表	2013	2014E	2015E	2016E					
营业收入	1091.22	1679.20	2279.34	2702.16					
营业成本	868.95	1298.05	1724.95	2015.82					
营业税金及附加	0.36	0.50	0.68	0.81					
营业费用	46.98	63.81	86.62	102.68					
管理费用	107.58	134.34	182.35	216.17					
财务费用	0.90	12.66	45.97	76.52					
资产减值损失	3.04	0.84	1.14	1.35					
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	3.14	5.00	6.00	7.00					
营业利润	66.53	174.01	243.63	295.80					
营业外收入	14.32	23.00	25.00	30.00					
营业外支出	1.03	1.00	1.00	1.00					
利润总额	79.83	196.01	267.63	324.80					
所得税	11.82	25.48	34.79	42.22					
净利润	68.01	170.53	232.84	282.57					
少数股东损益	0.45	0.99	0.82	0.75					
归属母公司净利润	67.56	169.54	232.02	281.82					
EBITDA	125.77	337.60	476.65	604.74					
EPS (摊薄)	0.11	0.28	0.38	0.46					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



分析师简介

姚 玮 广证恒生研究团队总监，首席分析师，浙江大学工学博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4 年证券研究经验。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获 2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

姬 浩 电力设备新能源研究员，北京大学硕士，理工金融复合背景，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
广州机构销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构销售	杨崙	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	黄诚	(86)18616267711	huangc_c@gzgzhs.com.cn
海外业务拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG